

艾比森 (300389.SZ)

2023年08月24日

LED显示屏受益海外需求高增，储能开辟第二赛道

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

罗通（分析师）

傅盛盛（分析师）

luotong@kysec.cn

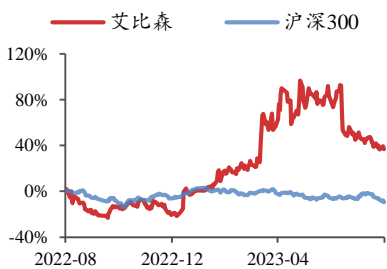
fushengsheng@kysec.cn

证书编号：S0790522070002

证书编号：S0790520070007

日期	2023/8/23
当前股价(元)	14.90
一年最高最低(元)	22.32/8.36
总市值(亿元)	54.15
流通市值(亿元)	34.16
总股本(亿股)	3.63
流通股本(亿股)	2.29
近3个月换手率(%)	168.64

股价走势图



数据来源：聚源

● 全球领先的LED显示应用与服务提供商，受益海外需求高增长

国内市场受益疫后经济企稳复苏，海外需求得益于小间距产品渗透提升带来高速增长，进军储能业务开辟公司第二赛道。我们预计公司2023~2025年的归母净利润分别为3.34/4.88/6.55亿元，当前股价对应2023~2025年PE为16.2/11.1/8.3倍，2023-2025年PE低于可比公司平均水平。首次覆盖，给予艾比森“增持”评级。

● 成本下行、技术创新，推动LED显示行业规模持续扩大

技术成熟推动LED显示屏价格持续下降，逐渐凸显的成本优势加上性能优势，LED显示屏正大面积取代LCD拼接墙、投影、会议机等产品。未来随着小间距甚至Micro LED显示技术的逐渐成熟和制造价格的下降，LED显示技术将逐步在更广泛的专业显示、商业显示、家用等领域应用。集邦咨询预计，2025年，全球LED显示市场规模将从2022年的72.29亿美元增长到109.21亿美元。

● 深耕海外市场，疫后复苏+小间距持续渗透推动海外业务高增长

公司自从2005年开始发展海外市场业务，经过18年的不断完善和发展，已经在140多个国家和地区形成了约6000家的渠道合作网络，同时行业首创ACE工程师培训项目，累计培养了约3000位ACE认证服务工程师，建立了7*24小时全天候、专业的服务能力，形成了艾比森独特的海外市场竞争能力。随着海外市场的迅速恢复，公司2022年度海外市场营收同比增长约75.1%，其中，欧洲和亚非的增长率均超过50%，美洲市场更是实现了翻倍的增长。

● 利用现有渠道资源，进军海外储能市场

艾比森于2023年2月6日宣布，公司全资子公司深圳市艾比森投资有限公司拟与董事长丁彦辉先生、深圳市睿品存储合伙企业共同投资设立深圳睿电绿能科技有限公司。深圳睿能绿电主要从事含户用储能、便携式储能、工商业储能等相关产品和解决方案的研发、生产、销售、代工业务。设立睿电绿能，公司可以利用现有丰富的海外渠道优势更好的去拓展储能业务，开辟公司的第二赛道。

● 风险提示：需求低于预期；竞争加剧导致毛利率偏低；储能业务开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,328	2,796	4,023	5,353	6,790
YOY(%)	41.8	20.1	43.9	33.0	26.9
归母净利润(百万元)	30	203	334	488	655
YOY(%)	142.1	578.0	64.6	46.1	34.1
毛利率(%)	24.1	31.4	32.1	32.6	32.9
净利率(%)	1.3	7.3	8.2	9.1	9.6
ROE(%)	2.4	17.2	23.6	26.1	26.3
EPS(摊薄/元)	0.08	0.56	0.92	1.34	1.80
P/E(倍)	180.9	26.7	16.2	11.1	8.3
P/B(倍)	4.4	4.6	3.8	2.9	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、全球领先的 LED 显示应用与服务提供商.....	3
2、成本下行、技术创新，推动 LED 显示行业规模持续扩大.....	4
2.1、显示屏是 LED 重要的下游应用.....	4
2.2、2022 年全球 LED 显示规模 72.29 亿美元，后疫情时代产业逐步回暖.....	5
3、积极拓展丰富产品线，深耕海外市场迎收获.....	7
3.1、持续强化研发能力，积极拓展丰富产品线.....	7
3.2、深耕海外市场，疫后复苏推动海外业务高增长.....	8
3.3、利用海外渠道资源，进军海外储能市场.....	9
4、盈利预测与投资建议.....	10
4.1、盈利预测.....	10
4.2、投资建议.....	11
5、风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	13

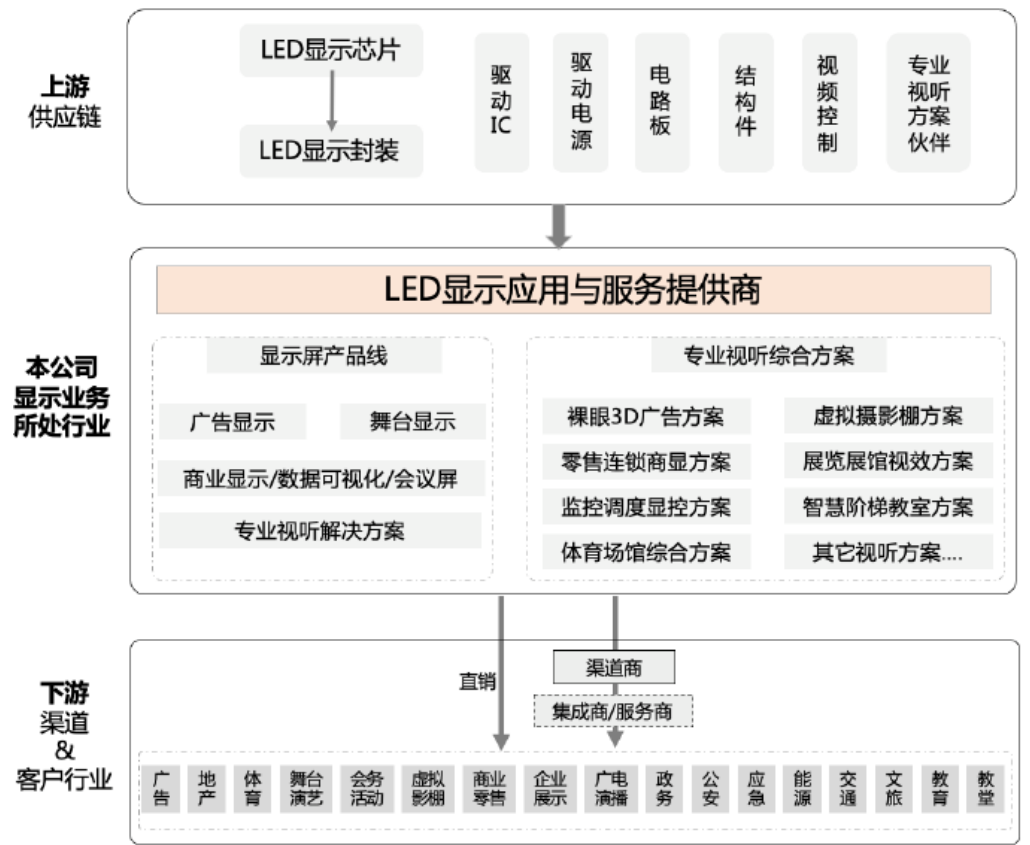
图表目录

图 1：艾比森主要从事 LED 显示产品的研发、生产、销售和服务等.....	3
图 2：公司实际控制人为丁彦辉，截止 2023 年中报.....	3
图 3：2014-2022 年，公司营收波动增长，百万元.....	4
图 4：2022 扣非归母净利润扭亏为盈，百万元.....	4
图 5：LED 包括芯片、封装和应用，中国产值，亿元.....	5
图 6：显示屏是 LED 重要的下游应用.....	5
图 7：国内 LED 显示屏均价持续下行，万元/m ²	5
图 8：成本下行有望推动 LED 显示规模扩大，亿美元.....	5
图 9：虚拟拍摄具有四大优势.....	6
图 10：诸多著名公司相继搭建了自己的 LED 虚拟影棚.....	6
图 11：2018-2022 年，研发占比均超过 4%，百万元.....	7
图 12：2017-2022 年，公司研发人员稳步增长，人.....	7
图 13：艾比森营销网络覆盖全球.....	8
图 14：2022 年海外收入恢复明显，百万元.....	9
图 15：2020 年后，海外签单快速增长，亿元.....	9
图 16：中国、欧洲、美国储能装机预计快速增长，GWh.....	9
图 17：2023 年全球储能装机预计保持高增长，GWh.....	9
图 18：艾比森通过设立深圳睿能绿电公司正式进军储能市场.....	10
表 1：LED 作为第四代半导体光源优势明显.....	4
表 2：XR 虚拟拍摄工作室项目在多个国家与地区建成落地.....	6
表 3：LED 显示产业链公司出现不同程度的调价.....	7
表 4：公司积极拓展丰富产品线，产品应用于各行各业.....	8
表 5：公司收入拆分，百万元.....	11
表 6：2023-2025 年艾比森 PE 低于可比公司平均估值.....	11

1、全球领先的 LED 显示应用与服务提供商

艾比森主要从事 LED 显示产品的研发、生产、销售和服务等，产品广泛应用于广告显示、舞台显示、商业显示、数据可视化、会议显示及专业视听等。公司创立于 2001 年，2014 年 8 月 A 股上市，目前拥有广告、舞台、商显、可视化和 iCon 等产品线及专业视听解决方案。

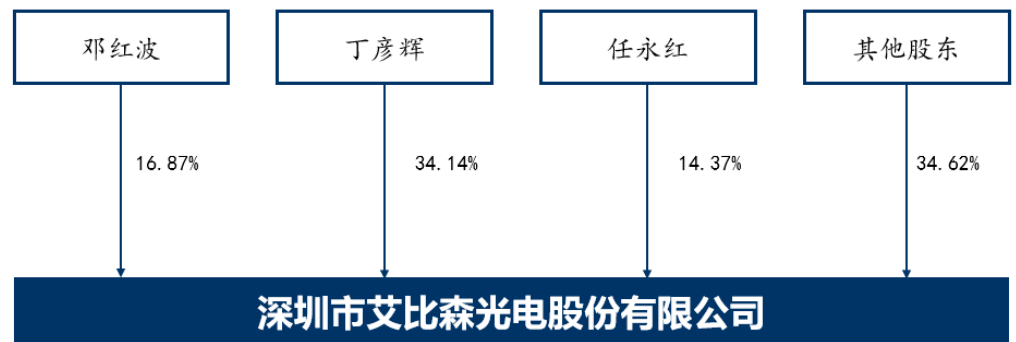
图1：艾比森主要从事 LED 显示产品的研发、生产、销售和服务等



资料来源：公司公告

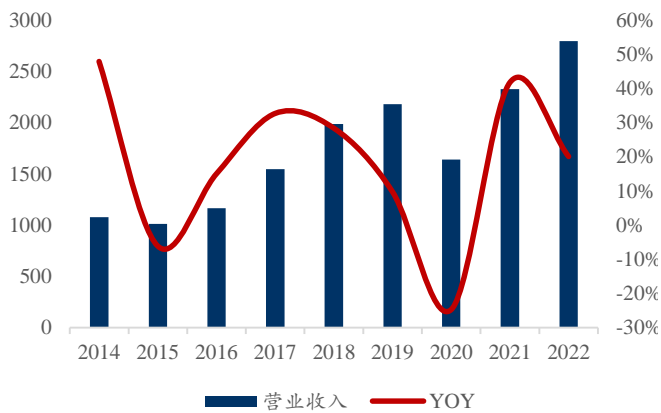
截止 2023 年中报，董事长丁彦辉持股 34.14%，是公司控股股东和实际控制人。

图2：公司实际控制人为丁彦辉，截止 2023 年中报



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2014~2022年，公司收入从10.79亿元增长到了27.96亿元。2020-2021年，受疫情影响，扣非净利润为负。受益海外需求复苏，公司2022年实现扭亏为盈。

图3：2014-2022年，公司营收波动增长，百万元

图4：2022扣非归母净利润扭亏为盈，百万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

再融资方面，2022年，公司向特定对象丁彦辉发行股票4100万股，发行价格为人民币6.33元/股，扣除各项发行费用，实际募集资金净额为人民币2.5亿元，用于补充流动资金比例为100%。

2、成本下行、技术创新，推动LED显示行业规模持续扩大

2.1、显示屏是LED重要的下游应用

LED是“Light Emitting Diode”的缩写，即发光二极管，是一种可以将电能转化为光能的半导体器件，不同材料的芯片可以发出红、橙、黄、绿、蓝、紫色等不同颜色的光。

表1：LED作为第四代半导体光源优势明显

优点	具体特点
光效率高	光谱几乎全部集中于可见光频率，效率可以达到50%以上，而白炽灯可见光效率仅为10%-20%。
能耗小	单体功率一般在0.05-1W，通过集群方式可以量体裁衣地满足不同的需要，浪费很少，以其作为光源，在同样亮度下耗电量仅为普通白炽灯的1/8-1/10。
寿命长	光通量衰减到50%的理论寿命是10万小时。
可靠耐用	没有钨丝、玻壳等容易损坏的部件，非正常报废率很低维护费用低廉。
应用灵活	体积小，可以平面封装，易开发成轻薄短小的产品，做成点、线、面各种形式的具体应用产品。
安全	单位工作电压大致在1.5-5V之间。
绿色环保	废弃物可回收，没有污染，不含汞，在生产和使用中不会因为破裂导致有毒金属污染环境。
响应时间短	适应频繁开关以及高频运作的场合。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

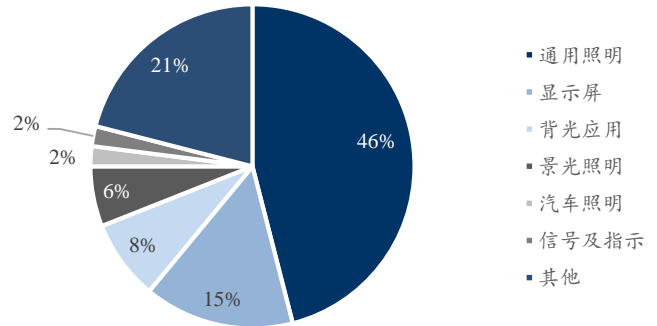
显示屏是LED重要的下游应用。LED产业链主要有衬底及外延生长、芯片制造、器件封装和应用产品及相关配套产业。显示屏是LED重要的下游应用，占比仅次于通用照明。CSA Research数据显示，通用照明、显示屏、背光应用和景光照明是前几大应用，占比分别为46%、15%、8%、6%。

图5：LED包括芯片、封装和应用，中国产值，亿元



数据来源：CSA Research、开源证券研究所

图6：显示屏是LED重要的下游应用

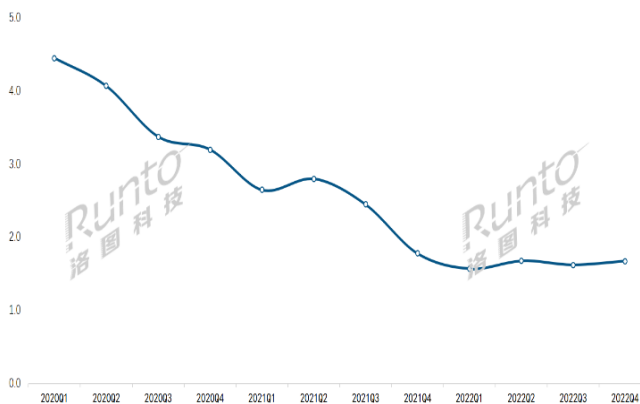


数据来源：CSA Research、开源证券研究所

2.2、2022年全球LED显示规模72.29亿美元，后疫情时代产业逐步回暖

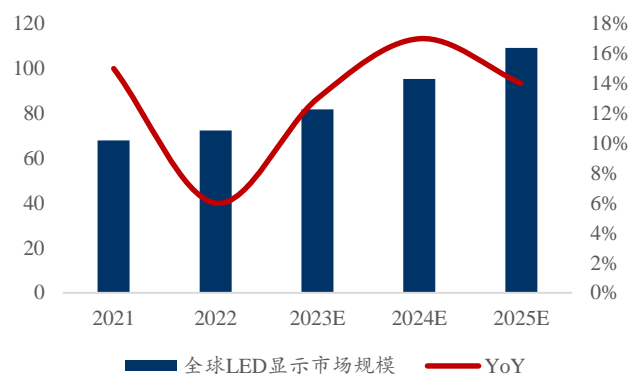
成本下行，推动LED显示行业规模持续扩大。技术成熟推动LED显示屏价格持续下降，根据洛图科技(RUNTO)数据显示，2022年，中国大陆小间距LED显示屏市场均价是1.8万元/m²；与疫情之初的2020年第一季度相比，下降了将近2.8万元/m²。逐渐凸显的成本优势加上性能优势，LED显示屏正大面积取代LCD拼接墙、投影、会议机等产品。未来随着小间距甚至Micro LED显示技术的逐渐成熟和制造价格的下降，LED显示技术将逐步在更广泛的专业显示、商业显示、家用等领域应用。集邦咨询预计，2025年，全球LED显示市场规模将从2022年的72.29亿美元增长到109.21亿美元。

图7：国内LED显示屏均价持续下行，万元/m²



资料来源：Runto 洛图科技观研公众号

图8：成本下行有望推动LED显示规模扩大，亿美元



数据来源：集邦咨询、开源证券研究所

技术创新不断拓展LED显示应用新边界，XR虚拟拍摄发展正当时。XR虚拟拍摄为影视制作团队在出行、布景、后期制作等环节节约了大量成本，且演员可直接与虚拟场景互动，所见即所得，降低了演绎难度，是当下极为友好的影视拍摄手

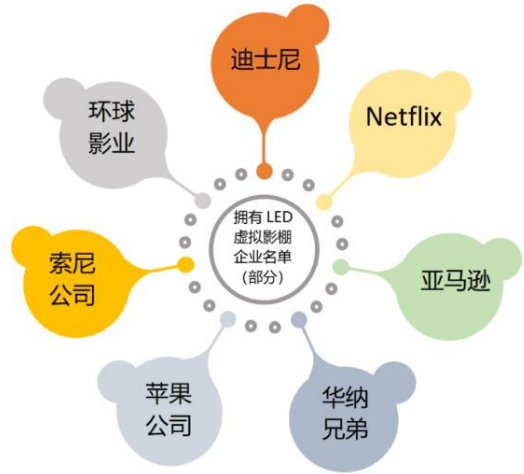
段。

图9：虚拟拍摄具有四大优势



资料来源：电子信息产业网

图10：诸多著名公司相继搭建了自己的LED虚拟影棚



资料来源：电子信息产业网

据LEDinside不完全统计，在已过去的2022年里，共有多个XR虚拟拍摄工作室项目在中国、美国、韩国、泰国等多个国家与地区建成落地，XR虚拟拍摄获得了更多影视行业人士的认可。集邦咨询预计，2022年虚拟拍摄LED显示屏市场产值预估将稳定成长至4.31亿美元，年增52%。未来两到三年，全球虚拟影棚市场对LED显示屏的需求规模有望达到100亿元以上。

表2：XR虚拟拍摄工作室项目在多个国家与地区建成落地

LED显示屏企业	工作室名称	国家/地区
	The TDC Studio	澳大利亚
雷迪奥	Supreme Studio xR	泰国
	BLUEBOX XR Studios	中国
	福克斯体育XR演播室	美国
奥拓电子	先壤影视虚拟影棚	中国
	Meta Box 虚拟直播间	中国
	Vossler Studios	美国
视爵光旭	Ten Dots 虚拟影棚	保加利亚
	GCC 虚拟制作工作室	韩国
索尼	索尼创新工作室虚拟影棚	美国
	上海观池虚拟影棚	中国
三星	CJ ENM 虚拟摄影舞台	韩国
聚积	台工研院米斯虚拟影棚	中国台湾
联建光电	利雅得影视中心虚拟影棚	沙特
艾比森	佛罗里达州虚拟影棚	美国
	Cairo Womb Studio	埃及

资料来源：LEDinside、开源证券研究所

后疫情时代，经济活动逐步恢复，助力海内外显示屏需求回暖。海外需求恢复良好，根据GGII统计，2023H1国内LED显示屏出口额约为7.45亿美元（约53.7亿元人民币），较2022H1的7.05亿美元小幅增长了5.67%。随着全球商贸、旅游、商业、娱乐、零售、酒店等消费业态的全面活跃，LED显示的应用场景再次被激活，

海外出口或将重回高增长通道，增长潜力巨大。亚非拉等新兴市场经济体伴随着各领域室内及户外显示大屏渗透率的提升将带来更高的增长。据 GGII 不完全统计，2023Q2，国内相关小间距 LED 显示招标项目数量较 2022 年同期增长超 6 成，随着这些项目陆续开始启动，将进一步拉动下半年整体 LED 显示市场的增长。

表3：LED 显示产业链公司出现不同程度的调价

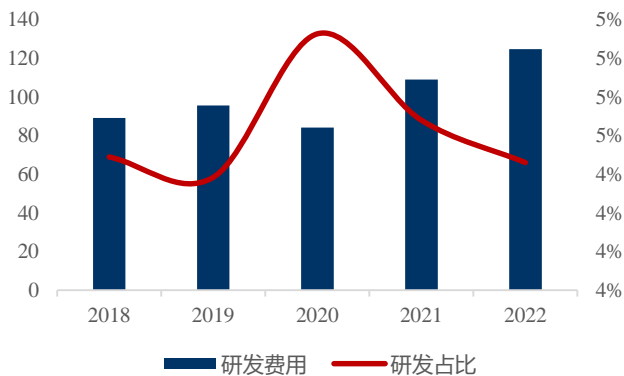
LED 产业环节	厂商	涨价产品	涨价幅度	生效时间
封装/应用	木林森	全系列产品	15~20%	6月1日
封装	东山精密	所有产品	10%	5月12日
封装	瑞晟光电	各型号产品	10%	5月16日
封装	晶台光电	两款户内渠道产品	10%	5月27日
封装	兆驰光元	部分产品	上调价格	5月29日
显示屏	利亚德	各型号产品	上调不同幅度	5月18日
显示屏	雷曼光电	各型号产品	上调不同幅度	5月18日
显示屏	京东方晶芯	LED 直显产品	调整价格	5月15日
显示屏	创维	各型号产品	上调不同幅度	5月20日
显示屏	汉视智显	LED 显示产品	上调 15~10%	5月12日

资料来源：LEDinside、开源证券研究所

3、积极拓展丰富产品线，深耕海外市场迎收获

3.1、持续强化研发能力，积极拓展丰富产品线

公司高度重视研发能力建设，持续强化研发实力。2022 年研发人员达到 533 名，约占总员工人数的 21%，近 3 年来，投入研发的经费合计超过 3 亿元，并在多个领域取得了业内领先。截至 2022 年，公司累计取得各类知识产权 660 余项，其中发明专利 160 项。

图11：2018-2022 年，研发占比均超过 4%，百万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2017-2022 年，公司研发人员稳步增长，人


数据来源：Wind、开源证券研究所

积极拓展丰富产品线。公司是全球 LED 显示屏细分品类涉足最为全面的公司之一，公司面向全球客户提供丰富的产品选择（广告、舞台、商显、可视化、iCon），以及定制化的视听方案（解码、播控、内容、拍摄等）。2022 年，公司合计推出 45 款新产品，有力支持业绩成长及毛利率的提升。艾比森在舞台产品线、可视化产品

线、广告产品线、iCon 产品线接单分别实现大幅增长。销量超过 1 亿的产品平台有 7 个，占产品线总销售额的 75%。销售额超过 1 亿的单品有 8 款，其中一年内新开发上市的有 6 款，爆款占比 75%。

表4：公司积极拓展丰富产品线，产品应用于各行各业

产品线名称	应用领域	主要产品
广告产品线	标准广告牌、户外大屏、交通枢纽、街景广告、数字标牌、体育等	A 系列万级高亮节能屏、AW 系列户外超高清小间距、GS 系列广告品牌整机、AS 系列灵活便捷广告大屏、C 系列户外格栅屏、A99 球场围栏屏、JD 系列 LED 透明屏等
舞台产品线	企业活动、公共活动、演艺活动、影视拍摄等	PR 系列高端专业 VP 显示屏、AX Pro/AX 系列 MiniLED 高清租赁小间距、VN 系列高端舞美租赁屏、MR 系列专业地砖屏、JP 系列高端窗帘屏、LR 系列超轻窗帘屏、虚拟拍摄 PR 系列、通用场景 NT 系列等
商显产品线	零售连锁、商业综合体、主题公园、数字展陈等	KL 系列商显品牌整机、KL II 系列 16:9 商显品牌整机、A27 Pro/A27 Plus 系列 16:9 高端小间距、NX 系列 16:9 创意轻薄显示屏、N Plus 系列创意造型平板显示器、K Plus 系列轻便显示屏、云谷 CP 系列等
可视化产品线	控制室、调度中心、广电演播室等	HC 系列高端 Micro LED 微间距显示、新 HC 系列专业室内小间距显示、昆仑 COB 系列、4K Micro LED 家庭影院巨幕等
iCon 产品线	政府及企事业、教育、金融、酒店	AbseniconX 系列，C 系列，E 系列，M 系列等
专业视听解决方案	指挥中心、智慧城市、展览展示、XR 虚拟拍摄等	AXP-V 系列分布式拼控、AXP-D 系列集中式拼控、智能操控平台 AICP、Links2.0 控制软件、智能展厅 AECS 系统、XR 方案、虚拟影棚方案等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、深耕海外市场，疫后复苏推动海外业务高增长

覆盖全球的营销体系。公司自从 2005 年开始发展海外市场业务，经过 18 年的不断完善和发展，已经在 140 多个国家和地区形成了约 6000 家的渠道合作网络，同时行业首创 ACE 工程师培训项目，累计培养了约 3000 位 ACE 认证服务工程师，建立了 7*24 小时全天候、专业的服务能力，形成了艾比森独特的海外市场竞争能力。

图13：艾比森营销网络覆盖全球

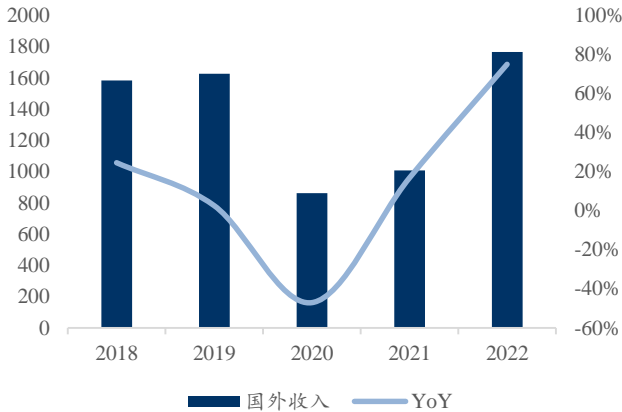


资料来源：公司公告

海外市场成为主要增长引擎。艾比森深耕海外市场，构建了中国品牌在全球的独特影响力。随着海外市场的迅速恢复，公司 2022 年度海外市场营收同比增长约

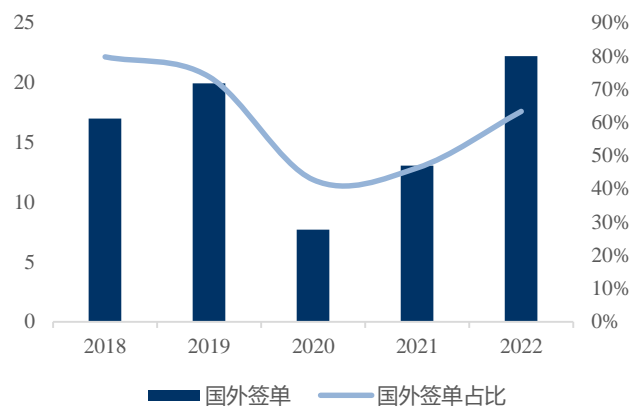
75.1%，其中，欧洲和亚非洲的增长率均超过 50%，美洲市场更是实现了翻倍的增长。

图14：2022 年海外收入恢复明显，百万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020 年后，海外签单快速增长，亿元

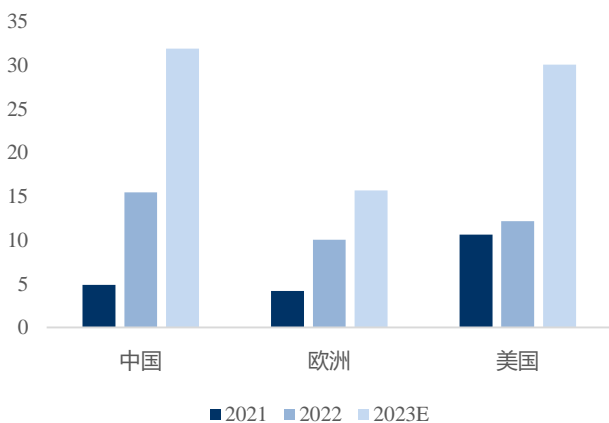


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、利用海外渠道资源，进军海外储能市场

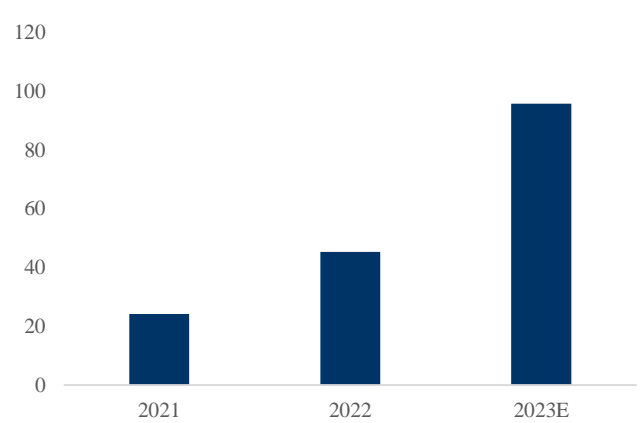
全球储能需求快速增长。根据 TrendForce 集邦咨询数据显示，2022 年全球新增储能装机 22.80GW/45.22GWh，同比增长 108.6%/87.4%。全球储能市场持续稳定发展，预计 2023 年全球储能新增装机有望达到 43.43GW/95.73GWh，同比增长 90.4%/111.7%。分地区来看，2022 年中国新增装机 7.33GW/15.47GWh，同比增长 222.66%/217.2%，预计 2023 年新增装机将达 14.59GW/31.90GWh。美国，2022 年新增装机 4.80GW/12.18GWh，同比增长 34.7%/14.7%，预计 2023 年新增装机将达 11.98GW/30.07GWh；欧洲，2022 年新增装机 6.23GW/10.04GWh，同比增长 121.8%/140.0%，预计 2023 年新增装机将达 8.47GW/15.69GWh。

图16：中国、欧洲、美国储能装机预计快速增长，GWh



数据来源：集邦咨询、开源证券研究所

图17：2023 年全球储能装机预计保持高增长，GWh

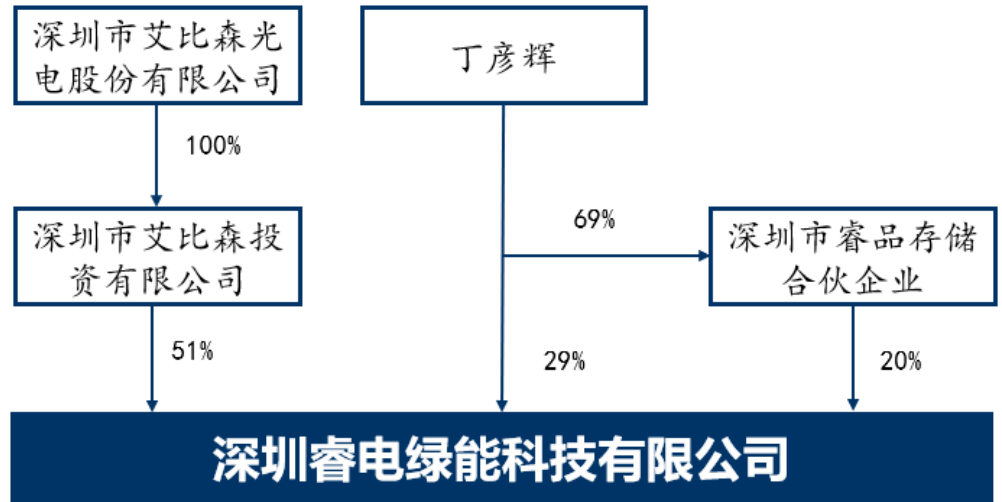


数据来源：集邦咨询、开源证券研究所

进军储能市场，开辟公司第二赛道。艾比森于 2023 年 2 月 6 日宣布，公司全资子公司深圳市艾比森投资有限公司拟与董事长丁彦辉先生、深圳市睿品存储合伙企业共同投资设立深圳睿电绿能科技有限公司。深圳睿能绿电主要从事户用储能、便携式储能、工商业储能等相关产品和解决方案的研发、生产、销售、代工业务。设立睿电绿能，公司可以利用现有丰富的海外渠道优势更好的去拓展储能业务，开

辟公司的第二赛道。

图18：艾比森通过设立深圳睿能绿电公司正式进军储能市场



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

基于以下假设，我们预测公司 2023-2025 年的收入分别为 40.23、53.53 和 67.90 亿元；归母净利润分别为 3.34/4.88/6.55 亿元；EPS 为 0.92/1.34/1.80 元。

假设 1：2023~2025 年，中国大陆市场收入增速维持在 20%，毛利率维持在 20%。

假设 2：2023~2025 年，海外市场收入增速预计分别为 60%、40%、30.0%，毛利率预计为欧洲市场维持在 35%、北美市场维持在 49%、亚洲（除中国大陆）维持在 35%、其他市场维持在 26%。

假设 3：预计 2023-2025 年管理费用率为 4.5%、4.2%和 4.0%；销售费用率维持在 14%；研发费用率 4.5%、4.2%、4.0%。

表5: 公司收入拆分, 百万元

分类	项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	2328	2796	4023	5353	6790
	YOY	41.8%	20.1%	43.9%	33.0%	26.9%
	营业成本	1767	1919	2733	3605	4554
	毛利	561	877	1291	1748	2236
	毛利率	24.1%	31.4%	32.1%	32.6%	32.9%
中国大陆	营业收入	1327	1030	1236	1483	1780
	YOY	70.2%	-22.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利	255	208	247	297	356
	毛利率	19.2%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
海外市场	营业收入	843	1639	2622	3671	4773
	YOY		94.4%	60.0%	40.0%	30.0%
	毛利	259	621	994	1392	1809
	毛利率	30.7%	37.9%	37.9%	37.9%	37.9%
酒店运营及其他	营业收入	158	127	165	198	238
	YOY		-19.9%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利	47	47	49	59	71
	毛利率	29.5%	37.2%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议

首次覆盖, 给予“增持”评级。国内市场受益疫后经济企稳复苏, 海外需求得益于小间距产品渗透提升带来的高增长, 进军储能业务开辟公司第二赛道。我们预计公司 2023~2025 年的归母净利润分别为 3.34/4.88/6.55 亿元, 当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 16.2/11.1/8.3 倍。我们选取同为 LED 显示行业的利亚德、洲明科技和奥拓电子作为艾比森的可比公司, 2023-2025 年艾比森 PE 低于可比公司平均水平。首次覆盖, 给予艾比森“增持”评级。

表6: 2023-2025 年艾比森 PE 低于可比公司平均估值

公司代码	公司简称	当日股价		EPS (元)			PE(倍)		
		2023/8/23	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300296.SZ	利亚德	6.03	0.11	0.34	0.43	0.54	17.7	14.0	11.2
300232.SZ	洲明科技	7.49	0.06	0.53	0.67	0.87	14.1	11.2	8.6
002587.SZ	奥拓电子	6.31	0.03	0.15	0.22	0.26	42.1	28.7	24.3
	平均						24.6	18.0	14.7
300389.SZ	艾比森	14.90	0.56	0.92	1.34	1.80	16.2	11.1	8.3

数据来源: Wind、开源证券研究所 (利亚德、洲明科技、奥拓电子盈利预测采用 Wind 一致预期)

5、风险提示

海外需求增速放缓；

国内复苏低于预期；

行业竞争加剧导致毛利率偏低；

储能业务开拓不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1898	2045	2590	2839	4014	营业收入	2328	2796	4023	5353	6790
现金	522	749	1078	1434	1820	营业成本	1767	1919	2733	3605	4554
应收票据及应收账款	473	520	0	0	0	营业税金及附加	11	14	21	25	33
其他应收款	31	15	51	37	75	营业费用	339	430	563	749	951
预付账款	124	35	194	111	276	管理费用	127	130	181	225	272
存货	581	540	1057	1049	1611	研发费用	109	125	181	225	272
其他流动资产	167	186	210	207	233	财务费用	4	-3	17	34	46
非流动资产	805	967	1124	1265	1396	资产减值损失	11	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	28	34	25	27	29
固定资产	327	319	513	675	814	公允价值变动收益	-1	-0	-0	-0	-1
无形资产	41	40	38	36	34	投资净收益	11	12	7	9	10
其他非流动资产	437	607	572	554	549	资产处置收益	1	2	1	1	1
资产总计	2703	3011	3714	4103	5410	营业利润	16	211	333	491	657
流动负债	1433	1751	2230	2158	2845	营业外收入	0	1	1	1	1
短期借款	57	36	1714	1635	2299	营业外支出	0	2	1	1	1
应付票据及应付账款	977	1210	0	0	0	利润总额	15	210	333	491	657
其他流动负债	399	505	516	524	546	所得税	-14	6	2	2	3
非流动负债	55	76	76	76	76	净利润	30	204	332	488	653
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	1	-2	-0	-2
其他非流动负债	55	76	76	76	76	归属母公司净利润	30	203	334	488	655
负债合计	1488	1827	2306	2235	2922	EBITDA	77	251	436	664	873
少数股东权益	-3	-3	-5	-5	-7	EPS(元)	0.08	0.56	0.92	1.34	1.80
股本	319	360	360	360	360						
资本公积	85	289	289	289	289	主要财务比率					
留存收益	888	554	842	1249	1766		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	1219	1186	1413	1874	2496	成长能力					
负债和股东权益	2703	3011	3714	4103	5410	营业收入(%)	41.8	20.1	43.9	33.0	26.9
						营业利润(%)	114.4	1257.9	58.3	47.1	33.9
						归属于母公司净利润(%)	142.1	578.0	64.6	46.1	34.1
						获利能力					
						毛利率(%)	24.1	31.4	32.1	32.6	32.9
						净利率(%)	1.3	7.3	8.2	9.1	9.6
						ROE(%)	2.4	17.2	23.6	26.1	26.3
						ROIC(%)	1.1	56.5	19.1	29.0	25.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	55.0	60.7	62.1	54.5	54.0
						净负债比率(%)	-36.6	-58.6	45.9	11.3	19.7
						流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
						速动比率	0.8	0.8	0.5	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.4	1.4
						应收账款周转率	5.2	5.6	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.4	3.1	8.4	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.08	0.56	0.92	1.34	1.80
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.89	-2.73	2.02	0.17
						每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.26	3.89	5.16	6.87
						估值比率					
						P/E	180.9	26.7	16.2	11.1	8.3
						P/B	4.4	4.6	3.8	2.9	2.2
						EV/EBITDA	62.6	18.5	13.7	8.3	6.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn